

学校编码：10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号：200210036

UDC _____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

中国上市公司股权结构与公司绩效
关系的实证研究

An Empirical Study on the Relationship between
Ownership Structure and Corporate Performance in
China

汪 强

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

指导教师姓名：曾 五 一 教授

专 业 名 称：数 量 经 济 学

论文提交日期：2005 年 5 月

论文答辩日期：2005 年 6 月

学位授予日期：2005 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2005 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文,是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果,均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人(签名):

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

年 月 日

论文摘要

20 世纪 80 年代以来，公司治理问题一直是政府、企业界和学术界关注的热点问题。进入 90 年代以后，各种国际组织针对公司治理问题纷纷发表一系列文件，各国政府也纷纷发表有关公司治理的指引，修改或制订相关法律，以改善公司治理机制，提高企业竞争力。

与此同时，我国公司治理方向的改革也在不断的摸索中进行。经过放权让利、承包经营、股份制改造以及现代企业制度的改革，我国的改革已经取得了令人瞩目的成绩。但是，国有企业“所有者缺位”问题和国有股“一股独大”问题仍然很严重，并且中国股市的流通股比例太小，外部治理机制无法有效发挥作用。为了提高公司治理效率，保护广大投资者利益，我国上市公司的股权结构改革势在必行。

本文立足于中国上市公司的实际情况，对上市公司的股权结构、公司绩效及两者的关系进行了实证分析，希望得到一些有意义的结论。全文共分五章，内容如下。

第一章介绍本文研究的意义及研究的框架

第二章首先评介公司治理理论的基础——委托代理理论，然后论述公司治理的起源、内涵和两种典型的公司治理模式。在此基础上，从理论上分析了股权结构与公司治理、经营绩效的关系。

第三章回顾了国内外关于股权结构与公司绩效关系的相关研究成果。

第四章利用中国上市公司的数据，运用多种统计方法，对中国上市公司股权结构、公司绩效及两者之间的关系进行了实证分析，并对实证分析的结果进行了解释。

第五章总结了上述实证研究的结果，并指出本文的创新之处及研究的局限性。

通过实证研究，本文得出结论：公司绩效与股权集中度正相关；公司综合业绩与国家股和法人股呈 U 型关系；股权结构和公司绩效受到行业的

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

影响；外资股股东对公司盈利能力无显著影响，但对公司综合绩效有一定影响；公司财务杠杆对公司绩效有显著的负面影响；中国上市公司存在盈余管理现象；在四个被考察的公司绩效的衡量指标中，公司综合绩效指标 P 最能准确反映公司绩效，是比较合适的公司绩效衡量指标。

关键词：股权结构；公司绩效；公司治理

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

Abstract

Since 1980s, governments, entrepreneurs and scholars have paid close attention to corporate governance problems. After 1990, international organizations published a series of documents concerning corporate governance problems. Governments worked out laws to improve corporate governance mechanism and enhance companies' competitiveness.

In the mean time, the corporate governance reform is just under way. After a series of reforms, corporate governance mechanism in China has been greatly improved, but there are still many problems unsolved. In order to improve the efficiency of corporate governance and protect the investors' interests, it is imperative to reform the ownership structure of China's listed companies.

Based on the data of China's listed companies, this article analyzes the relationship between the ownership structure of China's listed companies and the corporate performance. By doing so, we hope to get some meaningful results.

This article is divided into five chapters, and they are as follows:

In chapter one, we explain why we want to study the relationship between corporate performance and ownership structure, and we also introduce the framework of this research.

In chapter two, we introduce the foundation of corporate governance theory: principal-agent theory. Then we introduce the origin, meaning and typical patterns of corporate governance. Finally, we analyze the relationship between ownership structure and corporate performance.

In chapter three, we review the relevant research literature domestically and abroad.

In chapter four, we analyze the ownership structure of China's listed companies and their performance, and we also examine the relationship between ownership structure and corporate performance. Then, we give some explanations of the results.

In chapter five, we draw some conclusions and point out the innovations

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

and limitations of this research.

The main conclusions are : corporate performance is positively related to ownership structure; comprehensive corporate performance has a U-form relationship with both state shareholding and legal shareholding proportion; both corporate performance and ownership structure are influenced by industries; foreign shareholders have no significant influence on corporate profitability, but has influence on comprehensive corporate performance; financial leverage has significant negative influence on corporate performance; there is earnings management phenomenon in China's listed companies; among the four corporate performance indexes, we find that the comprehensive corporate index P is the most suitable index for measuring corporate performance.

Key words: Corporate Governance; Ownership Structure; Corporate Performance.

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

目 录

第一章 引 言	1
第一节 问题的提出	1
第二节 本文的研究框架	3
第二章 有关公司治理的理论评介	5
第一节 委托 - 代理理论	5
第二节 公司治理的起源、内涵与模式	6
第三节 股权结构与公司治理、公司绩效的关系	14
第三章 股权结构与公司绩效关系实证研究成果综述	19
第一节 国外相关研究成果	19
第二节 国内相关研究成果	21
第四章 股权结构与公司绩效的实证分析	23
第一节 实证研究设计	23
第二节 实证分析	36
第五章 总 结	54
第一节 研究结论	54
第二节 本文的创新努力和研究的局限性	56
参考文献	58
致 谢	61

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

厦门大学博士学位论文摘要库

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1 the Purpose of this research	1
Section 2 the Framework of this research.....	3
Chapter 2 Foundations of Corporate Governance Theory	5
Section 1 Principal-Agent Theory.....	5
Section 2 Basic Knowledge about Corporate Governance	6
Section 3 the Relation between Ownership Structure and Corporate Governance.....	14
Chapter 3 Research Literature Review.....	19
Section 1 Domestic Research.....	19
Section 2 Foreign Research	21
Chapter 4 Empirical Analysis	23
Section 1 Research Design.....	23
Section 2 Empirical Analysis	37
Chapter Summarizations	56
Section 1 Conclusions.....	56
Section 2 Innovations and Limitations	58
References.....	60
Acknowledgement	63

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

厦门大学博士学位论文摘要库

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

第一章 引言

第一节 问题的提出

早在十八世纪，亚当·斯密在《国富论》中就论述了公司的股权结构对公司经营的影响。但公司治理真正作为一个领域，是在 20 世纪 80 年代初，其开创性人物是 Tricker。在其 1984 年出版的《公司治理》一书中，他首次提到了现代公司治理的重要性。在整个 20 世纪 80 年代至今，公司治理都是学术界和企业界关注的热点问题，国际性组织也纷纷制定相关的准则。美国法学会(ALI)于 1992 年首次推出的《公司治理原则：分析与建议》，具有很大的代表性；稍后不久，英国公司治理委员会于 1992 年 12 月提交的 Cadbury 报告以及伦敦交易所备有名为《模范公司治理准则和最佳行为守则》，它们都对世界各国的公司治理规范产生了较大的影响，成为在国际上很有影响的示范文本。经合组织(OECD) 1999 年发布了《公司治理原则》，并于 2004 年进行了修订。欧洲证券交易所协会也于 2000 年 1 月发布了《公司治理原则和建议书》。学术界对公司治理问题的研究也有几十年的历史，产权主义、超产权主义等理论纷纷被提出，对认识和理解公司治理问题以及如何改进治理效率提供了指导。随着经济全球化浪潮的到来，越来越多的股东尤其是机构投资者参与到公司治理的活动中来，改善公司治理已经发展成一场全球性的运动。

所谓公司治理机制，实际是一种制度性的安排，它是在法律保障的条件下，处理因两权分离而产生的委托代理关系的一整套制度安排。股权结构是决定公司治理机制是否能有效运行的最重要的因素。适当的股权结构会使股东与经理人员的利益趋向一致，可以保障投资者的最大利益及其最终控制权，可以维系公司各个相关利益者的关系，从而使所有权和经营权的分离不被滥用而损害投资者的利益。而不适当的股权结构会造成“内部人控制”问题或者大股东侵害小股东和公司整体利益的问题。由此可见，

如何确定适当的股权结构是建立有效的公司治理机制的一个重要问题。

中国自 1978 年改革开放以来，企业改革历经了放权让利、承包经营、股份制改造以及现代企业制度改革等阶段。尽管改革取得了巨大成功，经济实现了持续的高速增长，但国有企业的改革在最近几年一直没有实质性的突破，已经成为进一步深化改革，实现长期可持续发展的障碍。国有企业“所有者缺位”问题和国有股“一股独大”问题仍然很严重，并且中国股市的流通股比例太小，很难通过外部投资者加以控制。截至 2003 年末，沪深股市第一大股东平均持股比例 43.15%，国家股持股比例 32.53%，而流通 A 股的平均比例是 36.73%，也就是说流通股比例只占总股本的三分之一强。

另外，随着越来越多的民营企业的上市，以及管理层收购行为的不断增多，上市公司中个人股一股独大问题也不断显现出来。如何防止个人大股东为了谋求个人利益而侵害公司整体利益，保护中小投资者的利益，已经成为一个重要问题。

正是由于上市公司中严重的治理问题和对投资者利益保护机制的缺乏，使得中国股市长期处于低迷状态。目前，政府、学者和广大投资者已经达成共识，对我国上市公司的股权结构改革势在必行。2005 年 4 月 29 日，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，标志着我国上市公司的股权改革即将有突破性进展。股权改革是资本市场一项重要的基础制度改革，没有国内先例和国际经验可供借鉴，如何积极稳妥地进行股权分置改革？什么样的股权结构才能保护投资者特别是公众投资者利益，有效提高公司治理效率？这个重要问题不仅需要实践经验的总结，也需要学术界理论与实证研究的支持。本文正是基于这个目的，对股权结构与公司绩效的关系进行了实证研究，希望对中国当前的股权改革提供一些有益的参考。

第二节 本文的研究框架

一、全文结构

基于中国上市公司的实际情况，本文对上市公司的股权结构、公司绩效及两者的关系进行了实证分析，希望得到一些有意义的结论。全文共分五章，结构如下：

第一章介绍本文研究的意义及研究的框架。

第二章首先评介公司治理理论的基础-委托代理理论，然后论述公司治理的起源、内涵和两种典型的公司治理模式-英美模式和日德模式。在此基础上，从理论上分析了股权结构与公司治理、经营绩效的关系。

第三章回顾了国内外关于股权结构与公司绩效关系实证研究的成果。

第四章利用中国上市公司的数据，运用多种统计方法，对中国上市公司股权结构、公司绩效及两者之间的关系进行了实证分析，并对实证分析的结果进行了解释。

第五章总结了上述实证研究的结果，并指出本文的创新之处及研究的局限性。

二、研究方法

本文的核心是股权结构与公司绩效的实证研究。因此，在对相关理论作了必要的介绍之后，本文用了大量篇幅对二者的关系进行了多指标、多角度、多方法的分析，主要表现在：

1. 本文分别采用净资产收益率(ROE)、主营业务资产收益率(CROA)、现金流量资产收益率(CFROA)和公司综合绩效指标 P 作为公司业绩的度量进行研究，分别从净资产盈利能力、主营业务盈利能力、公司创造现金流量的能力和公司综合业绩的角度考察股权结构与公司绩效的关系。

2. 本文运用多元统计方法中的主成分分析，从九个反映公司经营效率不同方面的财务指标中提取有用信息，构造出反映公司综合绩效的 P 指标，

试图反映出真实的公司业绩与股权结构的关系。

3. 为了全面考察相关因素对公司绩效的影响，在回归模型中笔者加入了除股权结构变量以外的多个可能会影响公司绩效的变量，希望能够借此得出比较客观、全面的结论。

4. 本文运用了描述性统计、相关分析、回归分析和独立样本的差异性检验的统计分析方法，对股权结构与公司绩效的特点与两者关系进行了全面的分析。

Please register PDFcamp on <http://www.verypdf.com/>, thank you.

第二章 有关公司治理的理论评介

第一节 委托 - 代理理论

公司治理的起因主要是由于经营权与所有权的分离,而两权的分离引起了委托代理问题。委托 - 代理问题是公司治理的核心问题。

早在 1776 年,亚当 斯密就对股份制公司中的经理能否以股东利益为决策的出发点表示怀疑。他写道:

“在钱财的处理上,合股公司的董事为他人尽力,而私人合伙的合伙人,则纯是为自己打算。所以,要想合股公司的董事们监视钱财用途,像私人合伙的合伙人那样用意周到,那是很难做到的。疏忽和浪费,常为合股公司业务经营上多少难免的弊端。唯其如此,凡属从事国外贸易的合股公司,总是竞争不过私人的冒险者。所以,合股公司没有取得专营特权,成功的固少,即使取得了专营特权,成功的也不多见。”

马克思很早就注意到两权分离的现象。他在论述生息资本时指出:生息资本是作为所有权的资本与作为职能的资本相对立的,资本的使用者,即使是用自有的资本从事经营,也具有双重身份,即资本的单纯所有者和资本的使用者;他的资本本身,就其提供的利润范畴来说,也分成资本所有权,即处在生产过程以外,本身提供利息的资本,和处在生产过程以内的、由于在过程中活动而提供企业主收入的资本。

最早在现代意义上论述两权分离的是美国的 Berle 和 Means,在他们的著作《现代股份公司与私有财产》里公布了对 200 家美国大公司进行的实证研究结果。调查的结果显示,这 200 家大公司大部分不是由股东控制的,其中占公司数量 44% 占公司财产的 58% 的公司是由未持有公司股权的经理

亚当 斯密:《国民财富的性质和原因的研究》下卷,商务印书馆 1974 年中译本,第 303 页。

《马克思恩格斯全集》第 25 卷,人民出版社 1975 年版,第 426、421 页

同上

人员控制的。由此指出，现代公司的发展，已经造成了“所有与控制的分离”。

Jensen 和 Meckling 认为“代理成本”是企业所有权结构的决定因素。代理成本的产生是由于企业的经理人员不是企业的完全所有者。公司的经理人员努力工作承担全部成本，却只分享部分收益；如果他消费额外收益，却只付出部分成本。收益与成本的不对称，造成经理人员倾向追求额外消费却不愿努力工作。代理成本就是经理人员仅作为经营者的公司价值与其作为所有者的公司价值之差。让管理者成为所有者虽然可以降低代理成本，但管理者资金有限，难以实现。于是，委托 - 代理问题难以避免。

现代经济学意义下的委托 - 代理关系是指一种契约。在这种契约下，一个人或一些人（委托人）授权另一个人或一些人（代理人）为他们的利益而从事某些活动。委托 - 代理理论认为，公司股东就是委托人，而公司管理者就是代理人，股东希望管理者追求股东利益最大化，由于信息不对称和人是有有限理性的（不能掌握完全信息），代理人会追求自己利益，而不顾股东利益的最大化。这样就产生了代理成本。在 Jensen 和 Meckling 看来，代理成本包括三部分：（1）委托人的费用；（2）代理人的担保费用；（3）剩余损失，即委托人因代理人代为决策而蒙受的损失。委托 - 代理理论研究的就是如何解决代理问题，如何通过建立适当的契约来使代理人采取适当行为，尽可能地增加委托人的利益。

第二节 公司治理的起源、内涵与模式

一、公司治理的起源

企业的发展经历了三种形式：业主制、合伙制和股份制公司。正是股份制公司的出现才产生了所有权与经营权的分离。公司由股东共同出资组成，并根据出资额的比例拥有公司的股份。而公司治理问题正是由于公司制的产生和发展而出现的。作为股份制公司的所有者的股东并不参与管理，而

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库